证券研究报告—深度报告

金融

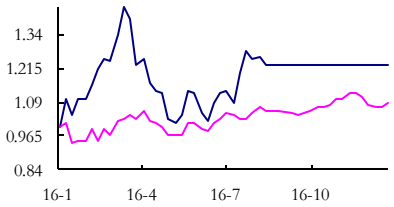
非银行金融

越秀金控(000987) 买入

合理估值: 18.5-20 元昨收盘: 15.62 元 （调高评级）

2017 年 01 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据	
总股本/流通(百万股)	2,224/538
总市值/流通(百万元)	34,736/8,406
上证综指/深圳成指	3,162/10,306
12 个月最高/最低(元)	17.02/10.67

相关研究报告:
《广州友谊-000987-2011 年仍是耕耘期》——2011-03-29
《广州友谊: 盈利能力强、内外生均显著增长》——2006-08-13
《G 穗友谊: 稳健务实的区域性优质百货》——2006-03-07
《广州友谊: 稳健务实的区域性优质百货》——2006-03-06

证券分析师: 陈福
E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080002
证券分析师: 王继林
E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

深度报告

两次跨越，打造优质金控平台

- **两次跨越，做实首家上市地方金控平台**

通过两次整合，公司实现由商贸零售向金控平台跨越。2014 年 12 月，广州友谊通过非公开发行募集 100 亿元现金购买越秀金控全部股权，越秀金控籍此整体上市，成为 A 股首家地方金控。2016 年 12 月，公司收购广州证券剩余 32.8%股权，并发起设立广东省第二家 AMC 公司，进一步坐实金控内涵。

- **背靠越秀集团，金融牌照不断丰富**

越秀集团是广州市政府在香港设立的窗口企业，逐步形成香港、广州两个金控平台，总资产逾 4000 亿元。作为广州平台的越秀金控，充分利用人民币国际化、CEPA 协议以及自贸区政策，具备跨境合作的优势，打造了境内外资本双向流动通道。越秀金控目前金融牌照涵盖证券、租赁、AMC、担保、小贷和创投，不排除未来向保险和信托等牌照延伸。

- **深度绑定广州国企，分享广州国资改革盛筵**

广州国企资产规模庞大，国资改革孕育巨大业务机会。越秀金控在两次重组中，通过股权纽带及各业务链的业务纽带，塑造了与广州国资企业的利益共享平台，为越秀金控打下强大的业务扩张基础。

- **金融业务立足广州、布局全国、快速成长**

越秀金控立足广州、全国布局、快速成长：1）广州证券（100%）：经纪业务完成全国化布局，债券与新三板业务优势明显；2）越秀租赁（76%）：灵活运用低成本资金对接境内优势项目，高质量稳健成长；3）越秀产投（90%）：聚焦战略性新兴产业投资和固定收益业务；4）担保（100%）和小贷（100%）平稳发展，风控良好；5）广东第二张 AMC 牌照（38%），掘金不良资产处置。

- **首次覆盖，买入评级**

按所持权益采取分业务估值法，公司 6-12 个月合理估值 565 亿元-615 亿元(零售业务 72-83 亿元+广州证券 368-400 亿元+越秀租赁 60-66 亿元+越秀产投 10 亿元+AMC 业务 35 亿元+其他 20 亿元)，以总股本 30.42 亿股计，每股 18.5-20 元，考虑到进一步丰富牌照内涵的预期，给予“买入”评级。

- **风险提示**

1）市场波动风险；2）整合进度低于预期。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,363	2,804	5,328	6,918	7,956
(+/-%)	-17.8%	-16.6%	90.0%	29.8%	15.0%
净利润(百万元)	263	229	904	1,586	1,840
(+/-%)	-15.0%	-12.8%	294.8%	75.3%	16.1%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.10	0.41	0.52	0.60
EBITMargin	9.4%	10.2%	17.3%	31.3%	40.0%
净资产收益率(ROE)	12.1%	10.3%	5.2%	6.5%	7.1%
市盈率(PE)	132.2	151.6	35.6	27.8	24.0
EV/EBITDA	97.6	104.2	50.9	33.0	27.2
市净率(PB)	16.0	15.6	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

通过两次重大资产重组，越秀金控登陆资本市场并成为国内首家上市地方金控平台，背靠越秀集团且作为粤港金融跨境合作的载体，公司构建起以证券、租赁为主体的业务框架。根据分部估值法，我们认为 2017 年公司合理估值 565 亿元-615 亿元，股本扩张后（30.42 亿股）对应每股价格 18.5 元-20 元，考虑到资本市场改革持续和市场化程度不断提升，公司金控平台的价值将进一步提升，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

1）零售业务假设：公司深耕广州消费市场，谋求发展电商、O2O 业务，未来业务下降空间有限。预计 2016-2017 年营业收入和净利润增速将保持-5%左右。不考虑营业外收支，则预计公司 2016、2017 年零售业务净利润分别为 2.13 和 2.07。

2）金融业务假设：考虑到证券板块和租赁板块是金控平台的核心，目前行业正处于创新发展的高成长期新业务盈利贡献将陆续兑现，公司业绩可保持稳定增长。我们预计广州证券增发后净资产为 150 亿元，至 2017 年末为 160 亿元，按可比上市公司，给予 PB 为 2.3-2.5x。越秀租赁处于快速增长期，预计 2016 年净资产约为 40 亿元，预计 2017 年末 43 亿元，由于业务品质高，给予 2-2.2xPB 估值。

与市场预期的差异之处

市场未能准确认识到公司转型金融注入金控资产后，越秀金控旗下的广州证券、越秀租赁以及其他业务板块的协同发展能够显著改善公司盈利能力，且市场未意识到公司原有主业零售业与金融业存在互补，金融服务能够提升零售业的经营业绩。我们认为注入越秀金控与公司转型逻辑和广州国资改革的思路一脉相承，公司通过构建以广州证券为主体、租赁、产投、担保和小贷多种金融业务共同发展的金控平台。通过金控平台统一的战略规划，制定各业务的独特发展策略，形成鲜明的业务特色。在国资改革、人民币国际化及自贸区的政策背景下，越秀金控积极布局，服务广州国资改革和粤港金融跨境连结，公司金融业务核心竞争力凸显。

股价变化的催化因素

越秀金控金融牌照进一步丰富。全国化布局正在紧锣密鼓地进行，而且目前旗下各业务板块颇具特色。广州证券积极开拓新三板、资本中介和债券投顾业务，市场处于高速增长期，业绩有望持续释放，对股价走势有较强的刺激作用。

核心假设或逻辑的主要风险

（1）经济增速下行，资本市场剧烈波动;

（2）国企改革和相关重组进度低于预期。

内容目录

两次跨越，坐实国内首家上市地方金控 5
第一次跨越：越秀金控整体上市 5
第二次跨越：做强金控平台 5
背靠大树，金融牌照不断丰富 6
背靠越秀集团，大树底下好乘凉 6
金融牌照日益丰富 7
深度绑定，分享广州国资改革盛筵 8
股权纽带构建与地方国资间紧密的关系 9
业务纽带促协同，多方共赢 10
金控立足广州，布局全国，快速增长 10
广州证券：差异化战略打开成长空间 10
越秀租赁：布局优质资产端 14
产业投资：迎接退出渠道全面拓宽时代 17
估值与盈利预测 18
零售业务：72-83 亿元 18
证券业务：368-400 亿元 18
越秀租赁：60-66 亿元 19
越秀产投：10 亿元 19
AMC 业务：35 亿元 19
总体估值：每股 18.5 元-20 元 19
国信证券投资评级 20
分析师承诺 20
风险提示 20
证券投资咨询业务的说明 20

图表目录

图 1: 广州友谊原股权结构 5
图 2: 越秀金控股权结构（截至 2016 年三季度） 5
图 3: 广州证券股权图 5
图 4: 越秀集团总资产规模 6
图 5: 越秀集团产业布局 7
图 6: 越秀金控金融业务阵容 7
图 7: 越秀金控资产规模（单位：亿元） 8
图 8: 越秀金控经营情况（单位：亿元） 8
图 9: 越秀金控各细分领域总资产占比 10
图 10: 越秀金控各细分领域盈利贡献占比 10
图 11: 广州证券营业部数量分布 11
图 12: 广州证券投行业务净收入 12
图 13: 广州证券债券承销收入 12
图 14: 广州证券布局新兴业务建立与客户紧密合作关系 12
图 15: 新三板做市转让股票市值排行 13
图 16: 新三板做市转让股票数量排行（单位：亿元） 13
图 17: 广州证券固定收益业务业绩靓丽 13
图 18: 广州证券的资产配置 13
图 19: 越秀租赁注册资本金接近金融租赁公司平均水平 14
图 20: 越秀租赁未来业务布局 16
图 21: 越秀租赁业务收入 17
图 22: 越秀租赁净利润 17
图 23: 越秀产投业务布局 17

表 1: 广州市国资委国企改革计划表 8
表 2: 广州市国资委下属企业运作情况 8
表 3: 六家广州市属国资企业股东经营情况（2015 年） 9
表 4: 第二次跨越参与企业（单位：亿元） 9
表 5: 2015 年末广州证券经营数据排名 11
表 6: 广州证券近年收入规模及结构（单位：百万元） 11
表 7: 券商股权质押业务的交易次数和交易股票市值排名 14
表 8: 截至 2014 年 9 月 30 日，越秀租赁整体融资情况 15
表 9: 2015 年以来越秀租赁部分融资情况 15
表 10: 越秀租赁业绩情况 16
表 11: 零售业盈利预测假设 18
表 12: 可比公司估值对比 18
表 13: 可比公司估值（单位：亿元） 19
表 14: 越秀金控估值表 19

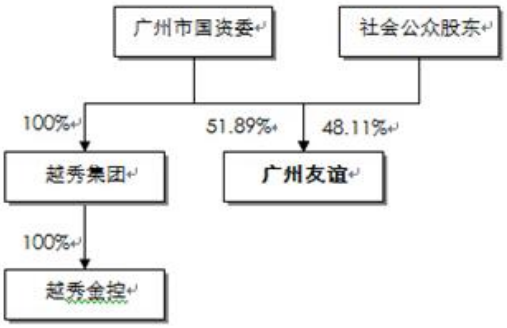
两次跨越，坐实国内首家上市地方金控

第一次跨越：越秀金控整体上市

公司前身为成立于 1992 年 12 月的广州友谊，2000 年 7 月在深圳证券交易所上市，是一家以百货零售为主的大型综合性上市企业，以及中国零售和连锁百强企业。

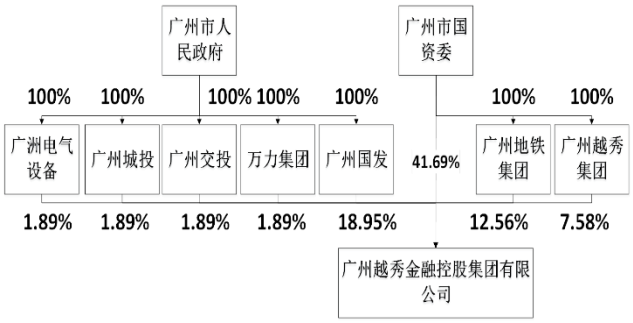
2014 年 12 月，公司非公开发行募集现金购买越秀金控全部股权，即广州友谊在保持市国资委控股股东地位不变的前提下，向市国资委及广州市属国有股东非公开发行，募集资金总额 100 亿元，用于购买越秀金控 100%股权并补充广州证券运营资金。该方案于 2016 年 1 月获得证监会通过，4 月底完成资产交割，2016 年 8 月公司正式更名为“越秀金控”，越秀金控成为 A 股首家地方金控。

图 1：广州友谊原股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：越秀金控股权结构（截至 2016 年三季度）

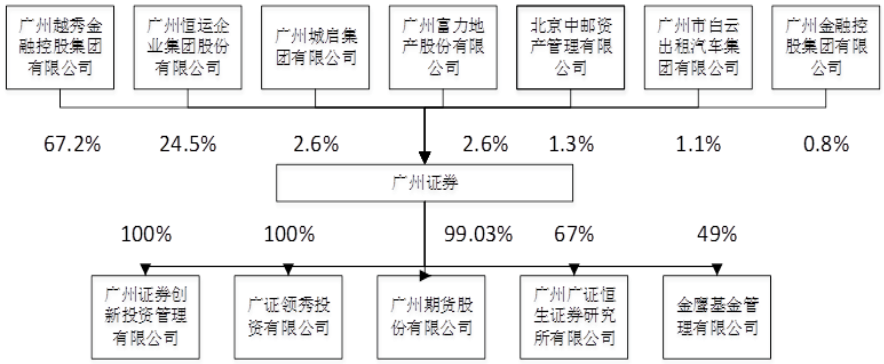


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

第二次跨越：做强金控平台

2016 年 12 月，公司拟向穗恒运 A 等 6 家公司发行股份及现金购买其合计持有的广州证券 32.8%股份，共计发行 4.38 亿股，每股作价 13.16 元，标的资产交易总计作价为 62.64 亿。收购后，广州证券将成为越秀金控的全资子公司。

图 3：广州证券股权图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同时，公司拟增发不超过 50 亿元，其中 5 亿元用于支付现金对价。增发后，广州证券总资产预计可达约 445 亿元、净资产可达约 150 亿元，总资产行业排名可由当前的 35 名次左右提升至 30 名左右。

同时，拟设广东地方 AMC，参与不良资产盛宴。2016 年 12 月，广东省人民政府同意由越秀金控、粤民投、恒健控股、粤科金融共同发起设立广东省第二家地方资产管理公司，各公司股权占比分别为 38%、22%、20%、20%。参与设立地方不良资产公司有利于完善公司金控布局，增强公司抗风险能力。

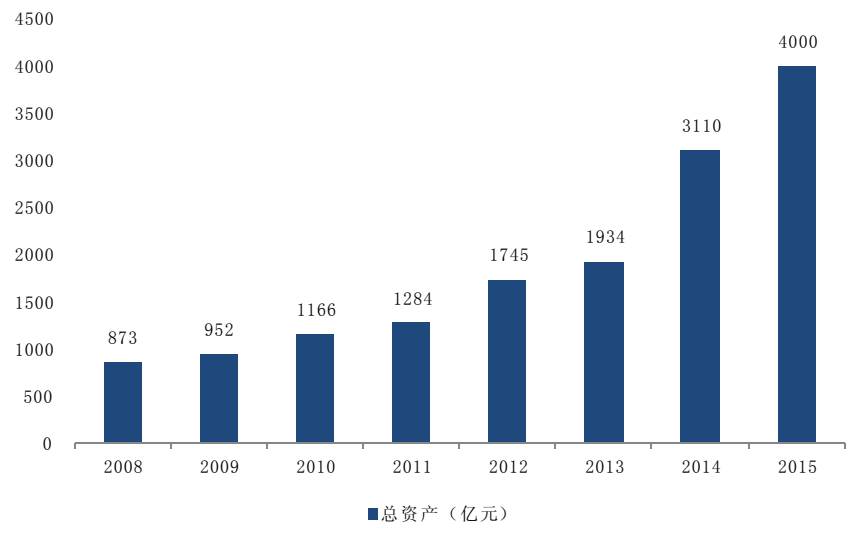
背靠大树，金融牌照不断丰富

背靠越秀集团，大树底下好乘凉

越秀金控的一大看点，是背靠广州市最大国企越秀集团。越秀集团 1985 年在香港成立，历经 30 余年的发展，逐步确立了以房地产、交通基建、金融为核心的“3+X”产业体系，在"2016 中国企业 500 强"中排名第 379 位。截至 2015 年底，越秀集团资产总额超过 4000 亿元人民币，是广州市总体经济效益位居前列的国有企业集团。

传统主业受制“新常态”，陷入增长瓶颈期。公司传统主业为纺织机械制造，受制于经济“新常态”，国内纺织市场增速连年下滑，2015 年纺织行业主营收入为 4 万亿，同比仅增长 5.4%。在此背景下，国内纺织企业纷纷削减资本开支，减少设备采购和更新，导致公司传统主业遭遇增长瓶颈。2015 年，公司纺织主业仅取得收入 26.6 亿，同比下滑 17.6%。

图 4: 越秀集团总资产规模



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

越秀集团旗下控有越秀地产（00123.HK）、越秀交通基建有限公司（01052.HK）、越秀房地产投资信托基金（00405.HK）和创兴银行（01111.HK）等四家香港上市公司（基金）。

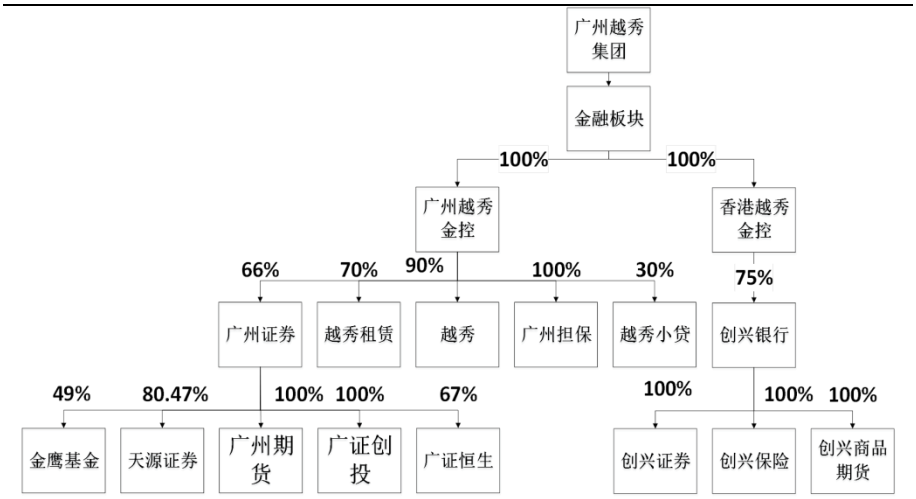
图 5: 越秀集团产业布局

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

金融牌照日益丰富

越秀金融集团成立于 2012 年 1 月，是越秀集团三大核心业务之一。先后投入约 200 亿元，通过“并购、新设、资本扩充”三管齐下多渠道资本运作，基本形成了以银行、证券为核心的产融结合、穗港互动的金融服务产业链。目前拥有香港创兴银行、广州证券、金鹰基金、广州期货、广证恒生证券投资咨询、香港越秀证券、广州国投、越秀融资租赁、越秀产业投资、广州融资担保、及越秀小额贷款等金融业务平台。

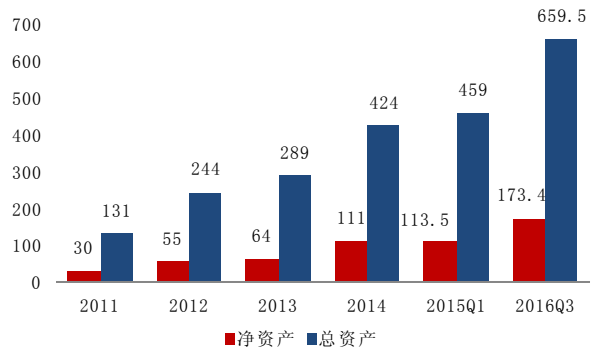
图 6: 越秀金控金融业务阵容



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

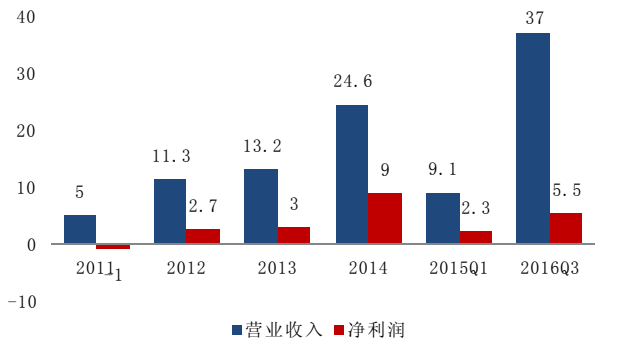
越秀金控是越秀金融集团的核心载体。截至 2016 年 9 月末，越秀金控总资产 659.5 亿元，净资产 173.4 亿元；实现营业收入 37.0 亿元，实现净利润 5.5 亿元。

图 7：越秀金控资产规模（单位：亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 8：越秀金控经营情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理；注：以母公司净利润减去投资收益推算

积极谋求外延式发展，存在取得全牌照业务的预期。目前，越秀金控旗下资产包括五项：证券、租赁、产投、担保、小贷和 AMC，从构建完整的金控平台角度看，未来还有进一步丰富金融牌照的可能，尤其是保险、信托等牌照。从过往经历看，越秀集团在丰富金融内容上，一直不遗余力。

深度绑定，分享广州国资改革盛筵

国资改革是资本市场一大热点。截止 2016 年 10 月，广东国资监管企业资产总额达到 6.5 万亿，而广州是广东省国资改革的重中之重。

目前，广州国资整体证券化率已经超过 50%，在广东省排名第一。根据广州市国资委规划，至 2017 年末，使国资总量达到 3 万亿，营业收入达到 1 万亿；至 2020 年末，竞争性领域的市属企业全部实现整体上市或至少控股一家上市公司。**我们判断广州未来国企改革会以上市公司作为平台，走国有资产注入或整合的路子作为主要方向，依托上市公司作为国有资产整合平台**，这既符合国企改革市场化的方向也有利于加速广州市国企改革目标的完成，并且，这在广州国企改革的历史上已不乏先例。

表 1：广州市国资委国企改革计划表

时间	目标
2015-2016	打造创兴银行、越秀金控、广州金控、广州银行、广州农商银行 5 个金融上市企业；选择 20 户左右中等企业通过 IPO 上市或新三板上市
至 2017 年末	1.国资总量达到 3 万亿元；2.营业收入达到 1 万亿元
至 2020 年末	竞争性领域的市属企业全部实现整体上市或至少控股一家上市公司

资料来源：国信证券经济研究所整理；

表 2：广州市国资委下属企业运作情况

时间	上市公司	相关内容
2010 年	穗恒远 A	注入广州恒运热电厂
2011 年	广州控股	注入广州控股的广州燃气集团，逐步实现集团母公司整体上市
2011 年	广日股份	借壳广钢股份上市

2012 年	广汽集团	广汽实现 A+H 股整体上市，广汽长丰退出 A 股
2012 年	白云山	广州药业和白云山进行合并，消除同业竞争
2016 年	珠江钢琴	广州的文化传媒国资整合平台

资料来源：国信证券经济研究所整理；

可见，未来广州市国资改革还有精彩上演，而越秀金控同属市级国企序列，将充分受益于此。主要原因在于股权和业务双层纽带的利益绑定。

股权纽带构建与地方国资间紧密的关系

第一次跨越，即越秀金控重组上市过程中，广州市国企参与其中，与越秀金控结成利益共同体。根据方案，7 名投资者中，除了市国资委外，还包括广州国发、地铁总公司在内的其他 6 家市属国有企业，其中向市国资委募集 55 亿元，向其他市属国有股东募集 45 亿元。这种股权上的绑定是最为稳定的架构。

表 3：六家广州市属国资企业股东经营情况（2015 年）

股东名称	主营业务	资产	净资产	营业收入	净利润
广州国资发展控股	企业自有资金投资；投资管理服务等	513.54	284.66	249.9	9.41
广州地铁	城市轨道交通；城市地铁隧道工程服务等	1983.54	1054.27	60.26	0.68
广州电气装备	工业自动控制系统装置制造；电工仪器仪表制造等	98.58	40.77	41.65	1.4
广州城市建设投资	市政设施管理等	1003.89	381.35	10.57	0.72
广州交通投资	投资管理服务；铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑；等	676.31	214.25	47.33	4.81
广州万力	轮胎、纯碱、氯碱、橡胶制品等	125.18	45.16	53.96	6.56

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；单位：亿元

第二次跨越中，公司向国企和民营企业同时发行股份并募集资金。参与人有广州金控、穗恒运等国企和中外合资控股的广州富力地产等公司。

表 4：第二次跨越参与企业（单位：亿元）

收购少数股权对方	企业性质	资产	净资产	营业收入	净利润
广州恒运	股份有限公司（上市、国有控股）	933.59	419.3	182.1	44.2
广州城启	其他有限责任公司（民企）	447.63	1.91	-	-1.94
广州富力地产	股份有限公司（中外合资、上市）	20570.16	4557.86	2240.91	243.4
北京中邮资产	有限责任公司（法人独资）	1385.66	623.97	451.16	6.87
广州白云出租	其他有限责任公司（中外合作）	78.98	47.89	25.68	-0.67
广州金控	有限责任公司（国有独资）	6508.89	1550.16	187.03	44.37
配套募集资金认购对象	**企业性质**	**资产**	**净资产**	**营业收入**	**净利润**
广州越秀	有限责任公司（法人独资）	1813.46	913.24	318.98	164.75
广州越卓投资	有限责任公司（外商投资企业投资）	84.83	50.4	-	22.78
安徽铁路发展基金	股份有限公司（非上市）	1869.42	1698.4	-	-13.38
信达证券	其他股份有限公司（非上市）	5289.36	894.89	288.98	45.16
广州传媒控股	有限责任公司（法人独资）	559.44	423.76	96.71	-20.35
广州温氏投资	有限责任公司（法人独资）	321.86	79.57	-	0.24

九泰基金	其他有限责任公司	22.36	13.376	10.96	-0.85
深圳佳银资管	有限责任公司	93.69	11.07	1.78	0.97

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理;

业务纽带促协同，多方共赢

从已有的合作内容看，越秀金控与广州国资内部的合作主要包括三大内容:

一是深度参与广州市国资改革进程。该合作以广州证券为纽带，以投行业务为具体内容，目前广州证券的债券承销项目主要来自于广州市国企，同时，广州证券也将在国企改革的浪潮中得到更多业务机会，目前已为广州 90%的国资企业提供财务顾问业务。

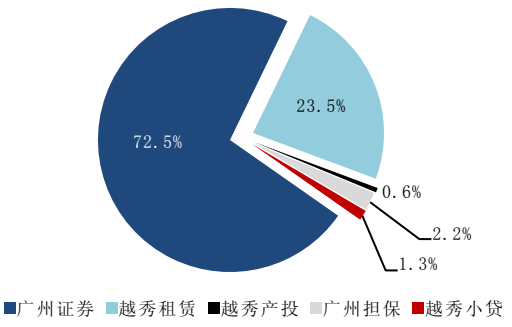
二是深度参与广州国资运作。越秀金控旗下的产业投资公司目前所管理的资金主体是广州国资产业发展股权投资基金（简称“国资基金”），参与设立该基金的企业，都是广州市国资委控股的集团企业，包括广钢集团、岭南集团、广州港集团、珠江实业集团、广州无线电集团、广汽集团等。

三是业务协同，通过“关联方式”合作，为金控带来业务增量。比如，广州地铁和广州城市建设投资两家股东单位的业务范畴与越秀金控旗下的租赁、投行存在深度合作的基础。

金控立足广州，布局全国，快速增长

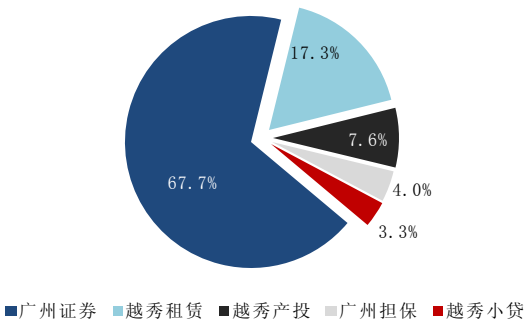
从资产规模和净利润贡献综合来看，广州证券、越秀租赁、越秀产投在金控体系中处于主导地位，因此，我们重点介绍这三大业务类型。

图 9: 越秀金控各细分领域总资产占比



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 10: 越秀金控各细分领域盈利贡献占比



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

广州证券：差异化战略打开成长空间

广州证券是以广州为根据地的高成长券商。广州证券拥有较为厚实的区域业务发展资源，业务结构和线条完善，旗下子公司包括金鹰基金、广证创投、广证期货、广证恒生。最新增发后，广州证券总资产预计可达约 445 亿元、净资产可达约 150 亿元，总资产行业排名可由当前的 35 名次左右提升至 30 名左右。

表 5: 2015 年末广州证券经营数据排名

指标	业绩数据（亿元）	行业排名
总资产	405	37
净资产	111.8	34
净资本	94.3	35
营业收入	29.3	49
净利润	9.1	58

资料来源：证券业协会、国信证券经济研究所整理；注：营业收入和净利润为母公司数据

公司着力打造具有区域特色的精品型证券公司，目前公司业务线完备，逐步培养经纪、固定收益、投行、资管、期货和债券融资业务的核心竞争力。主要看点有三：

表 6: 广州证券近年收入规模及结构（单位：百万元）

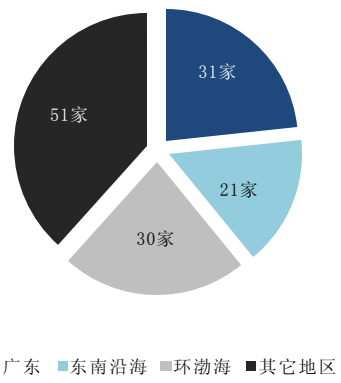
	2016 年 Q3		2015 年		2014 年		2013 年	
收入项目	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
证券经纪业务	421.4	19.7%	1271.3	41.5%	590.2	35.1%	421.4	19.7%
投资银行业务	658.8	30.8%	592.1	19.3%	158.7	9.4%	658.8	30.8%
证券自营业务	391.0	18.3%	888.5	29.0%	621.1	36.9%	391.0	18.3%
资产管理业务	429.6	20.1%	173.0	5.6%	198.7	11.8%	429.6	20.1%
期货经纪业务	78.2	3.7%	105.9	3.5%	82.4	4.9%	78.2	3.7%
投资咨询业务	22.4	1.1%	48.5	1.6%	35.8	2.1%	22.4	1.1%
其他业务	128.8	6.0%	69.0	2.3%	56.2	3.3%	128.8	6.0%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理；

看点一：经纪业务快速完成全国布局

经纪业务深耕广东地区，加快转型。内生与外延（天源证券营业部）并举，广州证券营业部数量快速提升，基本完成全国化布局。目前公司营业部 133 家，已基本形成立足广州、深耕华南、辐射全国的服务网络体系。

图 11: 广州证券营业部数量分布



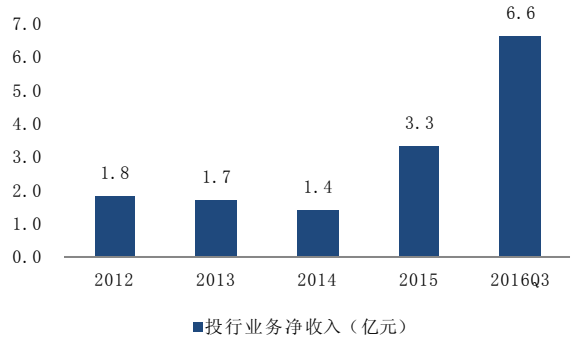
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

看点二：背靠国资委资源，债券承销优势突出

债券融资是投行业务核心。依托股东越秀集团和广州国资委的资源优势，公司获得广州地区国资企业股权和债券融资的多个项目，2015 年债券主承销家数 21 家，业内排名 20。

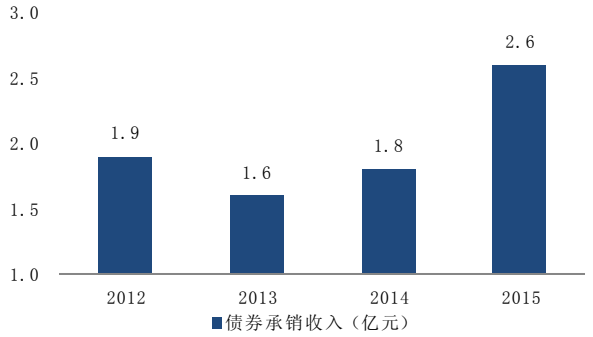
未来将极大受益于广州国企改革，享受相关业务机会。广州证券作为市国资委下主要的证券平台，目前已为广州市 90%国企改革提供财务顾问服务，在国企改革的大环境下，公司未来将充分受益于当地国资改革相关的业务机会。

图 12：广州证券投行业务净收入



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 13：广州证券债券承销收入

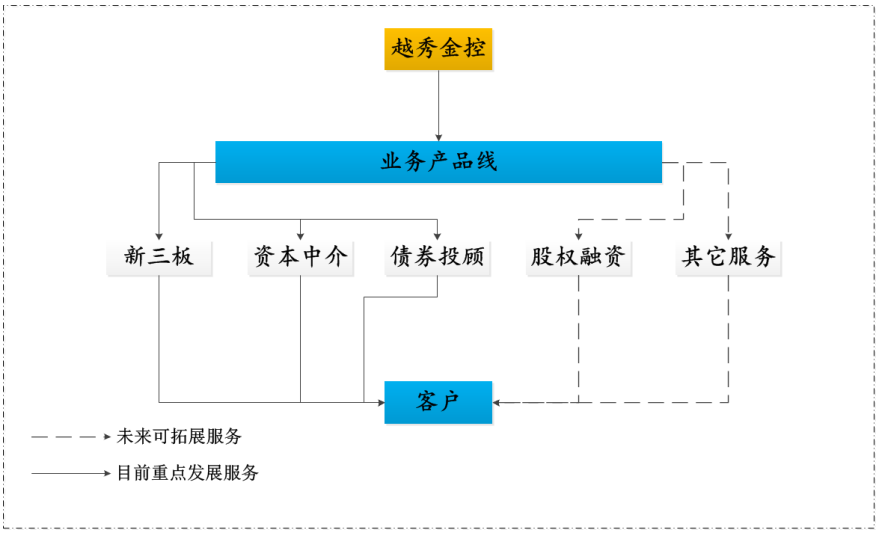


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

看点三：新兴业务为突破口，力图弯道超车

公司积极布局新三板做市、股权质押和债券投顾业务，锁定企业端和机构端，寻求突破口并实现差异化发展，从中小券商中脱颖而出。

图 14：广州证券布局新兴业务建立与客户紧密合作关系

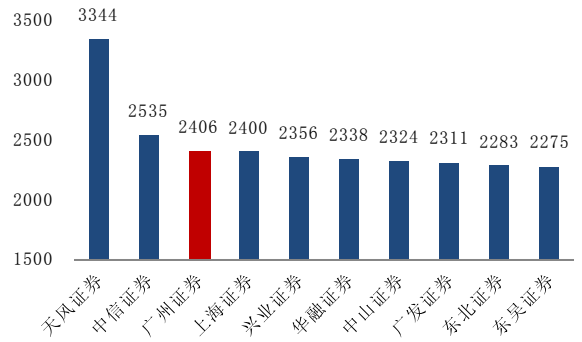


资料来源：国信证券经济研究所整理

大力发展新三板做市业务，探索新的盈利增长点。截至 2016 年 12 月，公司累计做市转让的股票达到 308 个，位列行业第一；新三板转让股票合计市值 2406

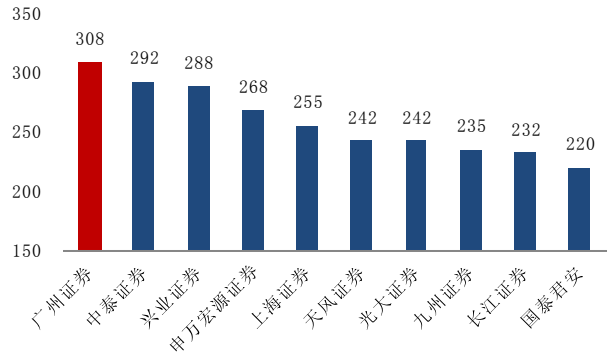
亿元，位列行业第三。公司旗下的广证恒生对新三板公司的研究实力较强，能够直接服务相关业务发展，提供研究和信息支持。依托广州地区的企业资源优势，公司未来新三板业务将陆续发力。

图 15：新三板做市转让股票市值排行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：新三板做市转让股票数量排行（单位：亿元）

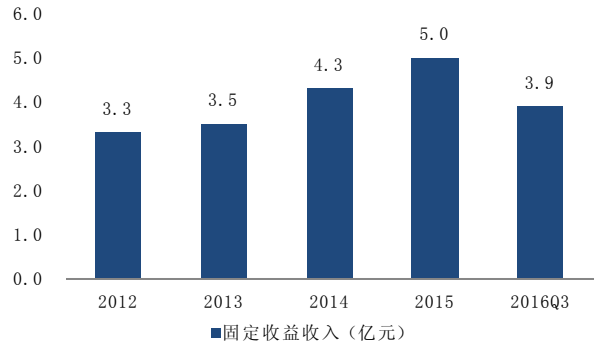


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

固定收益投资是投资业务最大亮点。公司以固定收益为核心特色业务，依靠有效的激励机制和高效的业务团队，固定收益业绩成支柱业务。公司积极加大债券类资产规模，2012-2015 年债券类资产规模约为 79 亿元、124 亿元、159 亿元、122 亿元；固定收益从 2012 年开始释放业绩，2012-2015 年分别实现固定收益收入 3.3 亿元、3.6 亿元、4.3 亿元和 5.0 亿元。

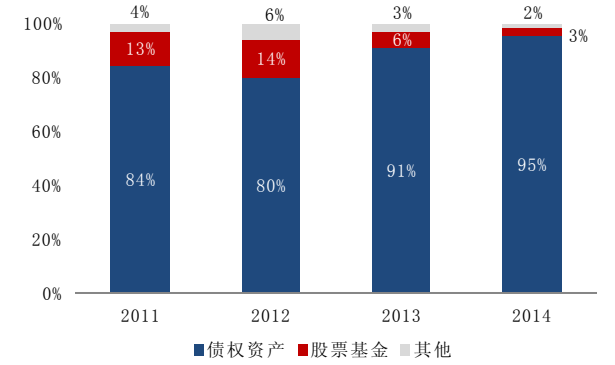
在此基础上，公司积极布局债券投顾业务。吸纳中小金融机构的闲散资金，利用公司专业团队和经验帮助其进行投资管理，主要投向固定收益资产，凭借资金规模效应和公司的议价能力，提高资金管理的业绩。在债券市场大发展和股东方广州国资委资源优势凸显的背景下，债券业务有望继续呈良好增长态势。

图 17：广州证券固定收益业务业绩靓丽



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 18：广州证券的资产配置



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

增资目标明确，将打开中介业务快速增长。除了快速发展的两融业务外，公司积极**开展股票质押式回购业务和约定式购回业务**，2016 年，广州证券累计办理 183 次质押交易，全行业排名 9；累计质押股票市值 678.2 亿元，全行业排名 9。

表 7: 券商股权质押业务的交易次数和交易股票市值排名

排名	券商名称	交易次数	排名	券商名称	参考市值(亿元)
1	中信证券	489	1	中信证券	1938.5
2	国泰君安证券	362	2	海通证券	1435.4
3	海通证券	359	3	国泰君安证券	1380.6
4	华泰证券	349	4	华泰证券	1024.7
5	兴业证券	199	5	华融证券	919.6
6	广发证券	188	6	平安证券	794.6
7	华融证券	184	7	申万宏源证券	782.3
8	国信证券	184	8	中信建投证券	695.8
9	广州证券	183	9	广州证券	678.2
10	中信建投证券	170	10	第一创业	601.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

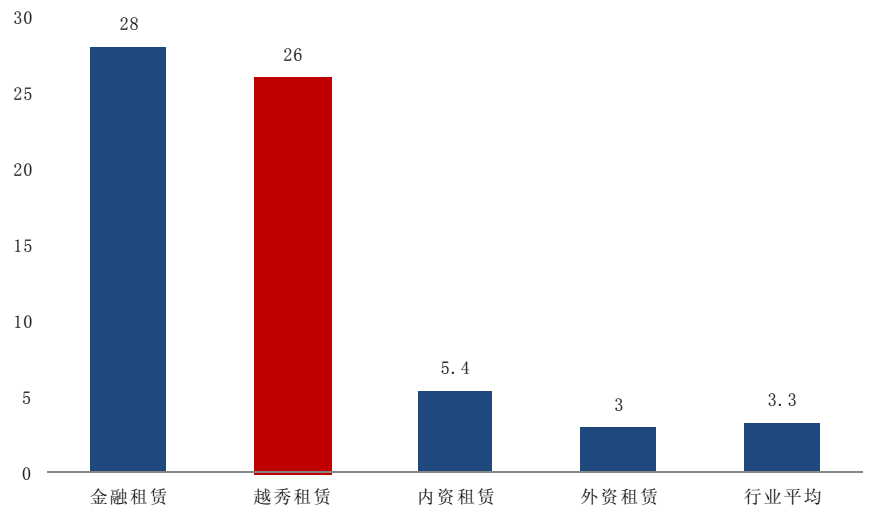
越秀租赁：布局优质资产端

华南地区最大第三方投资融资租赁公司

越秀融资成立于 2012 年 8 月，注册资本 33 亿港元，为华南地区最大第三方投资融资租赁公司，是中国外商投资企业协会租赁业工作委员会副会长单位、广州融资租赁产业联盟理事长单位。目前公司已经在上海成立子公司，并在北京、杭州、香港等地设有业务平台和融资平台，形成立足广州，布局全国的态势。

资本规模决定发展空间，越秀租赁资本规模业内领先。2015 年底，国内共 4508 家租赁公司，其中金融租赁公司、内资租赁公司、外资融资租赁公司各 47 家、190 家和 4271 家。融资租赁具有较强的金融属性，资金的获取能力决定了租赁业务的开展空间。在目前国内以净资本（金融租赁公司）和净资产（内资融资租赁公司、外资融资租赁公司）为核心的监管体系下，净资本实力对于业务开展具有决定性的作用。2015 年，国内金融租赁公司、内资融资租赁试点公司、外资融资租赁公司的平均注册资本分别为 28 亿元、5.4 亿元和 3.0 亿元，综合平均 3.3 亿元。金融租赁公司依靠银行股东背景，具备较强的资本优势。越秀租赁注册资本 33 亿港元（折合人民币 26 亿），远高于内资、外资租赁公司平均水平，随着战略布局的推进，资本金规模将逐步向银行系金融租赁公司看齐，打开越秀租赁业务空间。

图 19: 越秀租赁注册资本金接近金融租赁公司平均水平



资料来源：中国租赁联盟、公司公告、国信证券经济研究所整理；注：按 1 人民币=1.266 港币计算

灵活运用低成本资金对接优质项目

核心竞争力之一：资金端多渠道融资优势

合理运用境内外两个融资渠道，降低资金成本，熨平资金成本波动。相比于内资租赁，越秀租赁作为外资租赁公司，可以不通过外管局批准直接在境外融资，集团外资背景以及外资租赁公司制度红利成为越秀租赁打造核心竞争力的有利因素。越秀金控平台可在“集团授信”、“内保外贷”等方式上给予越秀租赁更大的低成本资金支持，越秀租赁得以在外资租赁公司林立的环境中实现“高起点、快增长”。2015 年以前，境外融资的资金成本较境内低，越秀租赁以境外融资为主。

表 8：截至 2014 年 9 月 30 日，越秀租赁整体融资情况

项目	融资余额（亿元）	平均利率	募资占比
境内融资	28.56	6.2%	39.63%
境外融资	43.50	4.0%	60.37%
合计	72.06	4.8%	100%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；

随着美元加息和央行降息降准，境内外利差已基本接近，且境外融资面临汇率波动风险。越秀租赁在 2015 年已暂停从境外融资，转而使用中票、短融等境内融资工具，票面利率接近甚至低于银行同期贷款基准利率，使融资成本保持基本稳定，保证租赁业务平稳健康发展。

表 9：2015 年以来越秀租赁部分融资情况

融资方式	发行时间	金额（亿元）	期限	票面利率	与银行同期贷款基准利率比较
中期票据	2015.12.18	12	3 年	3.60%	低 115bp
短期融资券	2016.1.15	6	366 天	2.84%	低 151bp

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理；

核心竞争力之二：业务端集团协作优势、广州国资支持

越秀集团实业基因打造业务协作平台，区位优势更利于业务开展。目前越秀集团构建六大业务板块：地产板块、交通基建板块、越秀发展、建材板块、造纸板块以及金融板块。业务板块的搭建为各板块之间的协同合作提供可操作平台，融资租赁业务自身集合产业与金融的特性，**决定了越秀租赁在集团业务协同方面更加受益，在项目端为越秀租赁提供更大支持。**

核心竞争力之三：布局优质资产

越秀租赁凭借专业优秀的团队，以城市基础设施和区域的优势行业等为业务切入点，形成良好的业务结构。目前越秀租赁有近 50%的项目资金投向政府平台，其余大部分投入能源能力、医疗、教育设施和旅游景区等，这些项目大多由政府财政作为信用背书，且具有弱周期性，能够保证公司获取稳定收益和收回资金。越秀租赁未来还将在高端制造设备、飞机、船舶等领域进行积极布局，进一步提升竞争优势。

图 20：越秀租赁未来业务布局

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理；

自 2016 年以来，AVOLON 飞机租赁、华润租赁、西藏金融租赁等租赁业翘楚及海航资本、天津金交所、中船重型装备相继拜访公司，部分公司与越秀租赁签署一批战略合作协议。越秀租赁坐拥境内外融资渠道、业务端背靠越秀集团与广州国资和布局优质资产等多重优势，引进战略合作者后，合作发展空间广阔。

经营表现：高起点、高增长

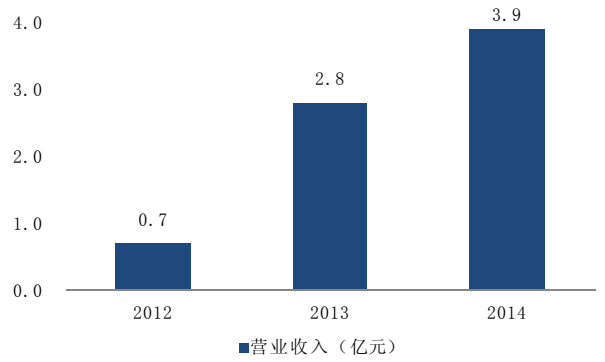
自公司成立以来，经营业绩迅速放量。2012 年、2013 年公司总资产分别为 24 亿元、54 亿元，净资产分别为 8.4 亿元、17.5 亿元，公司营业收入分别为 0.7 亿元、2.8 亿元，增速高达 305%，实现净利润 0.4 亿元、1.1 亿元，同比增长 187%，充分体现出越秀租赁高起点、高增长的发展态势。

表 10：越秀租赁业绩情况

经营指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 Q1
总资产（亿元）	24.0	54.0	117	119
净资产（亿元）	8.4	17.5	30.8	31
营业收入（亿元）	0.7	2.8	3.9	0.72
净利润（亿元）	0.4	1.1	2.1	0.31
杠杆率	2.9	3.1	3.8	3.8
ROE	**7.7%**	**8.17%**	**10%**	**10%**

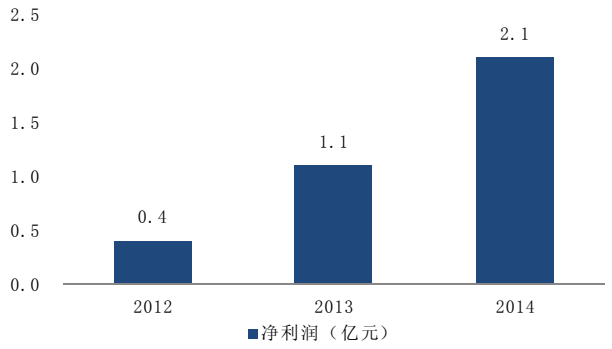
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理；

图 21：越秀租赁业务收入



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 22：越秀租赁净利润



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

产业投资：迎接退出渠道全面拓宽时代

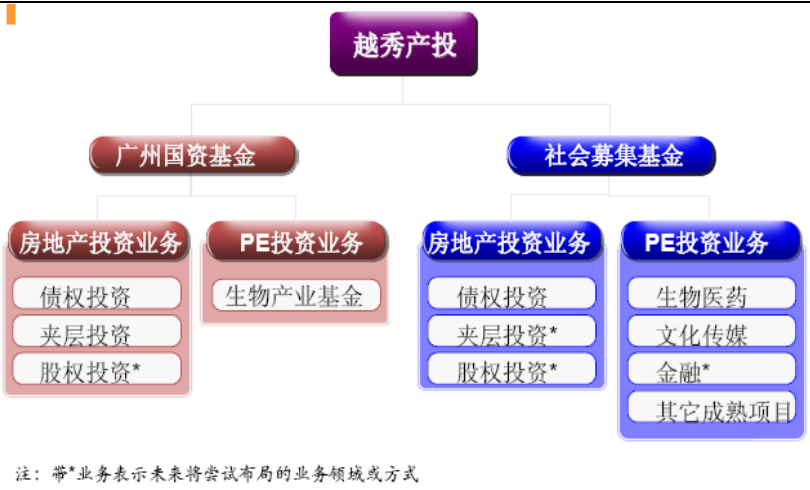
越秀产业投资独具特色

越秀产业投资成立于 2011 年 8 月，注册资本金 1 亿元，越秀金控持股 90%，经理人团队持股 10%。与一般的创投机构不同，越秀产业投资专注于**战略性新兴产业投资和固定收益业务。**

战略性新兴产业投资（PE/VC）主要聚焦于生物医疗健康产业和文化产业领域，目前管理规模约 12 亿元。2013 年完成 2 个 PE 项目投资，总金额 8818 万元。公司 2012 年 5 月份投资的北大之路项目实现退出，实现 50%的投资收益率。

固定收益业务类似通道业务，也是越秀集团内业务协同的案例。操作模式上，由越秀产投发起设立国资基金和社会募集资金，以固定收益方式对接越秀地产或外部第三方地产公司，实现类通道功能。

图 23：越秀产投业务布局



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2016 年底，公司基金管理余额规模约 200 亿元。其中：PE 基金约 12 亿元；国资基金（含各支子基金）约 187 亿元；自主募集房地产类基金约 1 亿元。

估值与盈利预测

整合完成后，上市公司成为投资控股集团，考虑到公司业务的多元化，我们采取分部估值法测算公司合理市值:

零售业务：72-83 亿元

2015 年公司实现营业收入和归属母公司净利润分别为 28.04 亿元和 2.29 亿元。预计 2016、2017 年业绩将维持平稳发展态势。

表 11：零售业盈利预测假设

指标	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(亿元)	33.63	28.04	26.61	25.31
增长率(%)	-17.83	-16.6	-5.1	-4.9
归属母公司股东净利润(亿元)	2.63	2.29	2.13	2.07
增长率(%)	-14.96	-12.8	-5.1	-4.9
EPS(摊薄)	0.73	0.64	0.15	0.14
基准股本(亿股)	3.59	3.59	14.83	14.83
PE	34.41	39.46	-	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们预计广州友谊 2016、2017 年将保持业绩平稳发展，参考同行业上市公司 PE 估值后给予公司 2017 年 PE 为 35-40 倍，对应未来 6-12 月合理市值 72-83 亿元。

表 12：可比公司估值对比

证券简称	2017 净利润（亿元）	2017 PE
中兴商业	0.85	53.98
友阿股份	3.91	28.63
徐家汇	2.61	32.35
杭州解百	3.23	30.46
北京城乡	1.31	39.76
翠微股份	1.49	39.0

资料来源：Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

证券业务：368-400 亿元

当前证券行业部分中小市值上市券商对应 2016 年 PB 为 2.0-3.5 倍。2017 年收购广州证券少数股权后，公司将持有广州证券 100%的股权，广州证券总资产近 450 亿元、净资产将超过 150 亿元，并预测 2017 年末净资产达 160 亿元。我们给予 2.3-2.5xPB，则对应市值 368-400 亿元。考虑到证券板块是金控平台的核心，未来将充分受益于广州国资委的政策、资源支持，具有较大成长空间。

表 13: 可比公司估值（单位：亿元）

证券简称	总资产 2016Q3	净资产 2016Q3	市净率 PB(LF)
国金证券	465	171	2.30
山西证券	461	121	2.81
东吴证券	802	199	2.00
华安证券	313	69	3.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

越秀租赁：60-66 亿元

2016 年末越秀租赁总资产约 200 亿元，我们预计 2017 年-2018 年余额分别为 240 亿元、300 亿元。2016 年净资产约为 40 亿元，预计 2017 年末为 43 亿元。

目前国内 A 股市场融资租赁行业上市公司有渤海金控和华铁科技等，其中，渤海金控对应 2017 年 PB 为 1.51 倍，华铁科技则高达 6 倍。越秀租赁成长性好、业务品质高，按 2.0-2.2 倍给予估值，按 70.06%权益，对应合理估值 60-66 亿元。

越秀产投：10 亿元

战略性新兴产业规模约 12 亿，国资基金约 50 亿。

对于产投业务的估值，我们采取国际通行的 P/AUM 法。1）战略性新兴产业投资部分，给予 AUM 的 0.5 倍估值，则对应合理估值为 6 亿元；2）固定收益业务部分，给予 AUM 的 0.1 倍估值，对合理估值为 5 亿元；3）两项合计，并考虑 90%权益，合理估值为 10 亿元。

AMC 业务：35 亿元

公司参与设立广东省第二家资管公司潜力大，广东省有着丰富的不良资产资源，公司背靠国资委背景可以获得大量优质不良资产资源；借助金控平台可以充分发挥协同效应运营项目。公司预计出资额 11.4 亿元，我们按 3xPB 估值，则合理估值为 35 亿元。

总体估值：每股 18.5 元-20 元

按分业务对应权益比例合理估值：零售业务 72-83 亿元，广州证券 368-400 亿元，越秀租赁 60-66 亿元，越秀产投 10 亿元，小贷公司、融资担保公司不低于 20 亿元，拟成立 AMC 公司 35 亿元。则越秀金控合理估值约 565 亿元-615 亿元，以总股本 30.42 亿股计，每股 18.5 元-20 元。考虑到资本市场改革持续和市场化程度不断提升，公司金控平台的价值将进一步提升，给予买入评级。

表 14: 越秀金控估值表

零售业务	72-83
广州证券	368-400
越秀租赁	60-66
越秀产投	10
AMC	35
其他	20
汇总	**565-615**

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队			
华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		